

## **ANALISIS INTERDEPENDENSI KEBIJAKAN DIVIDEN DAN *DEBT* SERTA PENGARUH *INSTITUTIONAL OWNERSHIP*: PERSPEKTIF KEAGENAN**

**Roy Sutanto**

**Putu Anom Mahadwartha**

**Liliana Inggrit Wijaya**

*Fakultas Bisnis dan Ekonomika,  
Universitas Surabaya*

### **Informasi Artikel**

*Riwayat Artikel*

Diterima tanggal 16 Juli 2015

Direvisi tanggal 26 Desember 2015

Disetujui tanggal 10 Maret 2016

*Klasifikasi JEL*

G11

*Kata Kunci*

Interdependensi,  
Kebijakan dividen,  
Utang,

*Masalah agensi*

*DOI*

10.17970/jrem.16.160108.ID

### **ABSTRACT**

*This study aims to examine the interdependent mechanism between dividend and debt policies as well as the influence of institutional ownership against both of the policies in manufacturing companies listed in IDX. The sample of this study was all manufacturing companies in Indonesia in the year of 2010-2014 which were listed in Indonesia Stock Exchange. The sample used in this study were 134 companies with 664 observation. The approach used was quantitative approach with a model of two stage least square (2SLS). The programs used for data processing was Eviews 4.1. The result of this study indicate that in minimizing the agency problem, dividend policy and debt can interchange or can be said that there is trade-off among dividend and debt policy. The study also found indications that institutional ownership is not effective in minimizing agency problem in the company.*

### **ABSTRAKSI**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji interdependensi diantara kebijakan dividen dan *debt* serta pengaruh *institutional ownership* terhadap kedua kebijakan tersebut pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel penelitian ini merupakan semua perusahaan manufaktur yang berada di Indonesia dan terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia dalam selama periode 2010-2014. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 134 perusahaan dengan 664 observasi. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan model *two stage least square* (2SLS). Program yang digunakan untuk mengolah data adalah Eviews 4.1. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa dalam meminimalkan masalah agensi, kebijakan dividen dan *debt* dapat saling menggantikan atau dapat dikatakan diantara kedua kebijakan terjadi *trade-off*. Penelitian ini juga menemukan indikasi bahwa *institutional ownership* tidak efektif dalam meminimalkan masalah agensi yang terjadi dalam perusahaan.

### **PENDAHULUAN**

Memaksimalkan kesejahteraan pemilik atau pemegang saham merupakan tujuan manajemen perusahaan melalui peran manajer keuangan (Brigham

dan Ehrhardt, 2005, p.9). Untuk mencapai tujuan tersebut maka perusahaan harus melakukan pengambilan keputusan yang tepat, dimana hal ini terkait dengan kebijakan utang (pendanaan) dan kebijakan dividen perusahaan. Dua kebijakan tersebut membawa akibat yang luas kepada semua pihak. Pihak-pihak yang berhubungan baik langsung maupun tidak langsung dengan perusahaan tersebut memiliki kepentingan yang berbeda-beda, sehingga seringkali terjadi konflik diantaranya atau *conflict of interest* (Tandelilin, 2003). Konflik tersebut dalam bidang keuangan dibahas melalui teori keagenan.

Konflik keagenan akan terjadi bila terdapat asimetrik informasi yang dimiliki manajer (*agent*) sebagai pengelola perusahaan lebih banyak dibandingkan pemilik atau pemegang saham (*principal*). Untuk meminimalkan hal tersebut maka dilakukanlah *monitoring* yang dilakukan oleh pihak independen dengan biaya yang disebut *monitoring cost* (Jensen dan Meckling, 1976). Tetapi pada praktiknya pihak *principal* enggan menanggung *monitoring cost* dan lebih memilih untuk melakukan sistem kontrak. Meskipun sistem kontrak memiliki biaya yang lebih murah namun, sistem ini seringkali menimbulkan *moral hazard*.

Selain *monitoring* oleh pihak independen, perusahaan juga dapat menggunakan tata kelola perusahaan (*Corporate Governance*) untuk menyelesaikan masalah keagenan, seperti melalui *institutional ownership* dan *managerial ownership*. Karena di dalam tata kelola perusahaan yang baik atau *Good Corporate Governance* yang baik (GCG) terdapat suatu bentuk perlindungan terhadap kepentingan pemegang saham *outsiders* dan *debtholders* sebagai pihak-pihak eksternal perusahaan (*The Indonesian Institute for Corporate Governance*, 2006).

#### A. Permasalahan

Crutchley et al. (1999), Ismiyanti dan Hanafi (2003), Jozwiak (2015), Nuringsih

(2005) serta Tamimi dan Takhtaei (2014) melakukan penelitian mengenai pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen, dengan hasil penelitian bahwa *financial leverage* akan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, karena adanya mekanisme substitusi antara utang dengan dividen dalam menurunkan *agency cost*. Peningkatan penggunaan utang akan menurunkan tingkat konflik antara manajer dengan pemilik sehingga pemilik tidak terlalu menuntut pembayaran dividen yang tinggi. Sedangkan Risaptoko (2007) dan Malik et al. (2013) menemukan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Temuan tersebut didasari bahwa perusahaan dengan pendanaan hutang yang besar akan memiliki kesempatan berinvestasi pada proyek-proyek yang menguntungkan, sehingga akan memberikan *cash flow* yang besar kepada perusahaan. *Cash flow* tersebut nantinya dapat digunakan perusahaan untuk membayarkan dividen.

Dalam penelitian Ayanda et al. (2013), Riyazahmed.K (2012) dan Sumail et al. (2013) mengenai pengaruh dividen terhadap utang (*debt*), menemukan bahwa dividen akan berpengaruh secara positif terhadap kebijakan utang (*debt*). Hal tersebut dapat dijelaskan melalui *Pecking Order theory* dimana perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan memiliki tingkat utang yang rendah, karena perusahaan lebih memilih pendanaan internal (laba ditahan) daripada eksternal (utang). Teori *free cash flow* juga memprediksikan hal serupa. Sedangkan dalam penelitian Crutchley et al. (1999), Erkaningrum.F (2008), Ismiyanti dan Hanafi (2003), Joher et al. (2006) dan Umer (2014) dividen akan mempengaruhi struktur modal secara negatif. Temuan tersebut dapat dijelaskan oleh *Agency Theory*, yaitu dalam rangka menurunkan biaya keagenan dapat dilakukan melalui pengadaan utang atau pembagian dividen.

Short et al. (2001) menjelaskan hubungan positif antara *institutional ownership* dan

kebijakan dividen melalui perespektif teori keagenan, dimana pihak institutional akan cenderung membagikan *free cash flow* dalam bentuk dividen untuk meminimalkan *agency cost of free cash flow*. Hasil temuan yang bertentangan ditemukan oleh Lucyanda dan Lilyana (2012) dan Dewi (2008). Mengacu pada *tax preference theory*, dimana investor institutional yang merupakan kumpulan dana dari investor-investor individu akan lebih menyukai perusahaan tidak membayarkan dividen karena tarif pajak untuk dividen yang diterima lebih besar dari pada tarif pajak penghasilan atas keuntungan modal (Lucyanda dan Lilyana, 2012). Semakin tinggi *institutional ownership* maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan sehingga dapat mengurangi biaya keagenan dan perusahaan akan cenderung memberikan dividen yang rendah (Dewi, 2008).

Murtiningtyas (2012) menemukan bahwa peningkatan tingkat utang menunjukkan pengawasan yang baik dari pihak *debt holder* sehingga meningkatkan minat pihak institutional untuk memiliki saham perusahaan. Maftukah (2013) menemukan bahwa investor institusi sebagai pihak yang memonitor agen hanya sebatas mengawasi tindakan manajemen dan tidak berperan aktif dalam pengambilan keputusan mengenai utang. Hubungan positif peningkatan *institutional ownership* dengan utang kemungkinan disebabkan alasan tertentu sehingga perusahaan harus tetap meningkatkan utang, misalnya seperti perusahaan hendak melakukan ekspansi usaha.

Sedangkan Akbari dan Rahmani (2013) menemukan bahwa *institutional ownership* berpengaruh secara negatif terhadap struktur modal, dimana hal tersebut bertentangan dengan filosofi *corporate governance*. *Institutional ownership* berpengaruh secara negatif terhadap struktur modal karena bila kepemilikan institutional dan utang dilakukan secara bersamaan akan terjadi *inefficient monitoring* dan akan meningkatkan *agency*

*cost* serta *managerial opportunism*.

Dari beberapa penelitian yang telah dipaparkan di atas, secara keseluruhan menunjukkan adanya kontradiksi antara hubungan – hubungan diantara kebijakan dividen, *debt* dan *corporate governance*. Tabel 1 berikut menyajikan ringkasan hasil penelitian – penelitian terdahulu tersebut.

**Tabel 1**  
**Ringkasan Penelitian Terdahulu**

No	Nama Peneliti	Tahun	Variabel		Hasil
			Dependen	Independen	
1	Ayanda et al.	2013	<i>Debt</i>	<i>Dividend</i>	(+) Signifikan
2	Riyazahmed.K	2012	<i>Debt</i>	<i>Dividend</i>	(+) Signifikan
3	Sumail et al.	2013	<i>Debt</i>	<i>Dividend</i>	(+) Signifikan
4	Erkaningrum F	2008	<i>Debt</i>	<i>Dividend</i>	(-) Signifikan
5	Umer	2014	<i>Debt</i>	<i>Dividend</i>	(-) Signifikan
6	Malik et al.	2013	<i>Dividend</i>	<i>Debt</i>	(+) Signifikan
7	Risaptoko	2007	<i>Dividend</i>	<i>Debt</i>	(+) Signifikan
8	Jozwiak	2015	<i>Dividend</i>	<i>Debt</i>	(-) Signifikan
9	Nuringsih	2005	<i>Dividend</i>	<i>Debt</i>	(-) Signifikan
10	Tamimi dan Takhtaeti	2014	<i>Dividend</i>	<i>Debt</i>	(-) Signifikan
11	Dewi	2008	<i>Dividend</i>	<i>Debt</i>	(-) Signifikan
12	Lucyanda dan Lilyana	2012	<i>Dividend</i>	<i>Institutional ownership</i>	(-) Signifikan
				<i>Debt</i>	(-) Tidak Signifikan
13	Ullah et al.	2012	<i>Dividend</i>	<i>Institutional ownership</i>	(-) Signifikan
				<i>Debt</i>	(-) Signifikan
14	Johar et al.	2006	<i>Debt</i>	<i>Institutional ownership</i>	(+) Signifikan
				<i>Debt</i>	(-) Signifikan

15	Maftukhah	2013	<i>Debt</i>	<i>Dividend</i> <i>Institutional ownership</i>	(+) Signifikan
16	Murtiningtyas	2012	<i>Debt</i>	<i>Dividend</i> <i>Institutional ownership</i>	(+) Tidak signifikan (+) Signifikan
17	Short et al.	2001	<i>Dividend</i>	<i>Institutional ownership</i>	(+) Singifikan
18	Akbari dan Rahmani	2013	<i>Debt</i>	<i>Institutional ownership</i>	(-) Signifikan
19	Crutchley et al.	1999	<i>Dividend</i>	<i>Debt</i> <i>Institutional ownership</i>	(-) Signifikan (-) Signifikan
20	Ismiyanti dan Hanafi	2003	<i>Debt</i>	<i>Dividend</i> <i>Institutional ownership</i> <i>Debt</i> <i>Institutional ownership</i> <i>Dividend</i> <i>Institutional ownership</i>	(-) Signifikan (-) Signifikan (-) Signifikan (+) Tidak signifikan (-) Signifikan (+) Signifikan

Sumber : Hal 2-5

Penelitian yang dipaparkan pada Tabel 1 akan dijadikan acuan dalam mengembangkan penelitian ini dan di ambil beberapa variabel sebagai variabel dependen dan independen. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi, kebijakan dividen yang akan diproksi dengan *dividend payout ratio*, *debt* yang akan diproksi dengan *debt ratio* atau *leverage* serta *corporate governance* yang diproksi dengan *institutional ownership*.

## B. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui hubungan interdependensi diantara kebijakan dividen dan *debt* sertapengaruh *institutional ownership* terhadap kebijakan dividen dan *debt* pada perusahaan-perusahaan di sektor manufaktur yang terdaftar di dalam Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014.

## RERANGKA TEORITIS DAN HIPOTESIS

### A. Hubungan Kontradiksi diantara Kebijakan Dividen & Debt

Hubungan antara kebijakan dividen dan *debt* dapat dijelaskan melalui *free cash flow theory* dan *pecking order theory*. *Free cash flow theory* memprediksikan bahwa kebijakan dividen akan mempengaruhi *debt* secara searah (Megginson, 1997:362). Perusahaan yang membayarkan dividen akan mengurangi persediaan dana intrernal yang dibutuhkan untuk operasi perusahaan. Selain itu kebijakan dividen perusahaan yang stabil akan menuntut perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana untuk didistribusikan kepada pemegang saham. Akibat dari kebijakan dividen tersebut mengakibatkan perusahaan akan membutuhkan dana yang lebih untuk keperluan operasioal serta investasi, sehingga untuk menanggulangi hal tersebut digunakanlah utang (Joni dan Liana, 2010).

*Pecking order theory* juga memprediksikan hubungan serupa antara kebijakan dividen dan *debt*. Dimana perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan memiliki tingkat utang yang

rendah, karena perusahaan lebih memilih pendanaan internal (laba ditahan) daripada pendanaan eksternal (utang). Dengan kata lain perusahaan yang tidak membagikan dividen akan tetap mampu mendanai kegiatan operasionalnya melalui laba ditahan (Ayanda et al., 2013).

Hubungan antara kebijakan dividen dan *debt* bila berdasarkan *free cash flow theory* dan *pecking order theory* adalah positif, namun sebaliknya dari sisi *agency theory*. Terdapat beberapa cara untuk meminimalkan masalah keagenan, salah satunya adalah dengan *debt* atau utang. Karena dengan menambahkan utang dalam struktur modal akan mengurangi penggunaan saham sehingga akan akan mengakibatkan berkurangnya *agency cost of equity*. Meskipun *agency cost of equity* berkurang, tetapi dilain sisi karena penambahan utang pada struktur modal akan mengakibatkan peningkatan pada *agency cost of debt* sehingga dapat dikatakan hubungan antara *agency cost of equity* dan *agency cost of debt* adalah substitusi (Tarjo, 2005).

### B. Hubungan Kontradiksi diantara Debt & Kebijakan dividen

Pengaruh *debt* terhadap kebijakan dividen dijelaskan oleh *balancing model of agency cost*. Teori ini menjelaskan bahwa terdapat *trade-off* antara *agency cost of debt* dengan *agency cost of equity* (Megginson, 1997:338). Sehingga berdasarkan teori tersebut hubungan antara *debt* dengan kebijakan dividen adalah negatif. Jensen (1986) berpendapat demikian, bahwa dengan adanya utang perusahaan mempunyai kewajiban untuk melakukan pembayaran periodik atas bunga serta pokok utang. Sehingga secara tidak langsung hal ini akan berdampak pada keinginan manajer dalam menggunakan *cash flow* untuk kegiatan yang kurang optimal atau dengan kata lain konflik keagenan antara pemegang saham dan manajemen dapat diminimalkan. Selain itu dengan adanya utang yang tinggi akan mengakibatkan perusahaan lebih cenderung menahan laba perusahaan.

Tujuan penahanan laba tersebut ialah untuk membayar utang kepada *debtholder* dan sisanya barulah digunakan untuk membayarkan dividen bagi pemegang saham (Ismiyanti dan Hanafi, 2003).

Sedangkan bila berdasarkan *free cash flow theory*, *debt* akan mempengaruhi kebijakan dividen secara positif. Berdasarkan *free cash flow theory* perusahaan yang membayarkan dividen dalam jumlah besar akan memerlukan tambahan dana berupa utang. Kas internal perusahaan akan digunakan untuk membayar dividen sehingga diperlukan tambahan dana eksternal melalui utang (Emery dan Finnerty, 1997: 568). Pendapat tersebut hampir serupa seperti yang diungkapkan oleh Risaptoko (2007) dalam penelitiannya. Dalam hasil penelitiannya tersebut Risaptoko (2007) menyatakan bahwa perusahaan dengan utang yang besar dapat menambah modal perusahaan, dengan modal yang besar tersebut maka perusahaan dapat dengan leluasan menempatkan dananya kedalam proyek-proyek investasi yang menguntungkan. Sehingga dengan modal yang besar maka kemungkinan untuk mendapatkan keuntungan juga besar, sehingga dengan laba yang besar tersebut akan berdampak kepada kebijakan dividen perusahaan.

### **C. Hubungan Kontradiksi diantara Institutional Ownership & Dividen**

Hubungan antara *institutional ownership* terhadap kebijakan dividen dapat dijelaskan melalui teori *free cash flow*. Ullah et al. (2012) menemukan bahwa hubungan *institutional ownership* terhadap kebijakan dividen adalah positif. *Institutional ownership* akan berpengaruh secara positif terhadap kebijakan dividen menurut Ullah et al. (2012) karena institusi tidak secara langsung melakukan *monitoring* terhadap operasi perusahaan melainkan pihak institusi memaksa manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* dalam bentuk pembayaran dividen ketika tidak ada proyek yang menciptakan nilai (*value creation*) bagi perusahaan. Hubungan positif

antara *institutional ownership* dan kebijakan dividen juga ditemukan oleh Tandelilin dan Weilberforce (2002). Hal tersebut dikarenakan *institutional ownership* lebih mementingkan adanya stabilitas pendapatan (*return*) melalui pembagian dividen.

Namun, berlawanan dengan Ullah et al. (2012) temuan Lucyanda dan Lilyana (2012) serta Crutchley et al. (1999) menemukan bahwa *institutional ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hubungan negatif antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen dijelaskan oleh Lucyanda dan Lilyana (2012) melalui *tax preference theory*. Investor institusional menurut Lucyanda dan Lilyana (2012) adalah kumpulan dana dari investor-investor individu, dimana investor individu lebih menyukai perusahaan tidak membayarkan dividen karena tarif pajak pribadi untuk penghasilan yang diterima dalam bentuk dividen lebih besar dari pada tarif pajak penghasilan pribadi atas keuntungan modal (*capital gain*). Sedangkan Crutchley et al. (1999) menemukan bahwa semakin tinggi *institutional ownership* maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan akan mengurangi *agency cost*, sehingga perusahaan akan cenderung menggunakan dividen yang lebih rendah.

### **D. Hubungan Kontradiksi diantara Institutional Ownership & Debt**

Akbari dan Rahmani (2013) mengatakan bahwa *institutional ownership* pada sebuah perusahaan berfungsi untuk membantu meningkatkan pendanaan jangka panjang perusahaan dengan "*advantageous cost*". Karena *institutional ownership* investor tersebut akan menjadi sumber utang jangka panjang perusahaan yang nantinya akan memberikan *benefit* kepada direktur perusahaan, dimana direktur perusahaan merupakan bagian dari institusi tersebut. Selain itu institusional investor juga berperan sebagai pengawas atas keputusan-keputusan strategis perusahaan, sehingga *agency cost* perusahaan serta tindakan oportunistik manajer

akan berkurang. Hal-hal tersebut nantinya akan memberikan rasa percaya kepada publik dan kreditur lainnya untuk memberi pinjaman kepada perusahaan yang memiliki kepemilikan institusional tersebut.

Susanto (2010) menemukan bahwa *institutional ownership* akan mempengaruhi *debt* secara negatif. Semakin tinggi *institutional ownership* maka semakin kuat kontrol terhadap perusahaan, dimana akan mengurangi *agency cost* pada perusahaan dan penggunaan utang dalam struktur modal. Hal temuan ini konsisten dengan temuan Easterbrook (1984) yang mengatakan bahwa *institutional ownership* akan melakukan *monitoring* terhadap manajemen, namun bila biaya *monitoring* tersebut tinggi, maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (*debt holders*) untuk membantu melakukan *monitoring*. *Debt holders* yang telah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut. Pada umumnya *monitoring* yang dilakukan *debt holders* melalui mekanisme *debt covenant*. Hasil penelitian Susanto (2010) dan Easterbrook (1984) ini menunjukkan bahwa *institutional ownership* mensubstitusi kebijakan utang sebagai bagian dalam fenomena *trade-off* antarakonflik keagenan utang dengan konflik keagenan ekuitas.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu dan teori keagenan, maka hipotesis yang dapat dibangun adalah:

Hipotesis 1 : Diduga ada pengaruh negatif antara *debt* terhadap dividen.

Hipotesis 2 : Diduga ada pengaruh negatif antara dividen terhadap *debt*

Hipotesis 3 : Diduga ada pengaruh negatif antara *institutional ownership* terhadap dividen.

Hipotesis 4 : Diduga ada pengaruh negatif antara *institutional ownership* terhadap *debt*.

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini adalah penelitian kausalitas dengan pendekatan kuantitatif. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya hubungan interdependensi dari variabel kebijakan dividen dan *debt*, serta pengaruh *institutional ownership* terhadap kebijakan dividen dan *debt*. Objek penelitian yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia dengan periode penelitian selama 5 tahun, yaitu 2010-2014. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder *time series* dan *cross section*.

### A. Variabel dan Definisi Operasional

Model penelitian ini disusun dengan menggunakan tiga variabel endogenus utama yang terdiri dari kebijakan dividen, *debt*, dan *institutional ownership*.

1. Kebijakan Dividen (DPR): proksi kebijakan dividen suatu perusahaan. Penggunaan dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi *agency cost of equity* karena konflik antara manajemen dan pemegang saham akan berkurang (Esterbrook, 1984). Pembayaran dividen akan mengurangi *cash flow (free cash flow hypothesis)* perusahaan sehingga pihak manajemen tidak dapat melakukan tindakan *perquisites* yang tidak berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Formula yang digunakan untuk menghitung besarnya DPR adalah sebagai berikut:

$$DPR = \frac{CashDividend_{it}}{NetIncome_{it}}$$

2. *Debt*: penggunaan *debt* akan meminimalkan konflik antara pemegang saham dan manajer (Jensen dan Meckling, 1976). Pengukuran utang ini memasukan unsur *wealth* yang dimiliki oleh *non-agent* atau *shareholders* yang bukan *agent*, hal ini merupakan perspektif keagenan (Crutchley dan Hansen, 1989). Semakin banyaknya pemegang saham dengan proporsi kepemilikan yang



semakin kecil (tidak ada suara mayoritas) maka kemampuan *monitoring* pemegang saham tidak efektif, sehingga diperlukan adanya pihak ketiga yang membantu pemegang saham dalam *monitoring* dan *bonding* manajemen, maka masuklah pihak *debtholders* untuk mengurangi *agency cost of equity*. Formula yang digunakan untuk menghitung besarnya *debt* adalah sebagai berikut:

$$DR = \frac{TD_{it}}{TotalAsset_{it}}$$

Keterangan:

Debt = *Debt ratio*  
 TD<sub>it</sub> = Total utang perusahaan i pada periode t  
 Total Assets<sub>it</sub> = Total aset yang dimiliki perusahaan i pada periode t

3. *Institutional ownership*: menunjukkan persentase saham yang dimiliki oleh pemilik institusi dan kepemilikan *blockholder*, yaitu kepemilikan individu atas nama perseorangan diatas 5%, tetapi tidak masuk kedalam golongan pemilik *insider*. Formula yang digunakan untuk menghitung besarnya *institutional ownership* adalah sebagai berikut:

$$INST = \frac{IS_{it} + BS_{it}}{TS_{it}}$$

Keterangan:

INST = *Institutional ownership*  
 IS = Jumlah saham institusi  
 BS = Jumlah saham *blockholder*  
 TS = Total keseluruhan saham

Selain tiga variabel endogenus yang telah dipaparkan sebelumnya, penelitian ini juga menggunakan empat variabel eksogen, yaitu:

1. *Investment Opportunity Set* (IOSBM): variabel IOS menggunakan *book to market equity* (BVE/MVE). Variabel BVE/MVE sebagai proksi yang paling valid digunakan untuk proksi pertumbuhan (*growth*) serta BVE/MVE merupakan proksi *growth* yang

paling banyak digunakan peneliti dalam bidang keuangan (Kallapur dan Trombley, 1999 serta Gaver dan Gaver, 1993 dalam Tandelilin, 2003). *Book to market value of equity* yang rendah menunjukkan *growth* perusahaan tinggi.

$$IOSBM = \frac{TotalEquity_{it}}{OS_{it} \times CP_{it}}$$

Keterangan:

IOSBM = *Investment opportunity set book to market equity*

Total Equity<sub>it</sub> = Jumlah ekuitas perusahaan i periode t

OS<sub>it</sub> = Jumlah saham beredar perusahaan i periode t

CP<sub>it</sub> = harga penutupan saham perusahaan i periode t

2. ROI: merupakan rasio profitabilitas yang menunjukkan seberapa besar laba atau keuntungan yang didapat atas investasi yang telah ditanam pada perusahaan. Formula yang digunakan untuk menghitung besarnya ROI adalah sebagai berikut:

$$ROI = \frac{OperatingIncome_{it}}{TotalAsset_{it}}$$

Keterangan:

ROI = *Return on Investment*

Operating Income<sub>it</sub> = Laba bersih perusahaan i periode t

Total Asset<sub>it</sub> = Jumlah aset perusahaan i periode t

3. Fixed Asset Ratio: mencerminkan *tangibility* dari aset yang dimiliki oleh sebuah perusahaan. Formula yang digunakan untuk menghitung besarnya FAR adalah sebagai berikut:

$$FAR = \frac{FixedAsset_{it}}{TotalAsset_{it}}$$

Keterangan:

FAR = *Fixed asset ratio*

Fixed Asset<sub>it</sub> = Jumlah aset tetap perusahaan i periode t

Total Asset<sub>it</sub> = Total aset perusahaan i periode t

4. *Current Asset*: penggunaan variabel ini selain digunakan untuk menguji *collateral hypothesis* juga *prequisities hypothesis*, dengan mengkaitkan aktiva lancar dengan tindakan *prequisities* manajemen karena dalam aktiva lancar terkandung kas dan persediaan yang dapat dimanipulasi oleh manajemen untuk digunakan dalam tindakan *prequisities* (Tandelilin 2003). Variabel *current asset* dalam penelitian ini diukur menggunakan *logaritma natural* untuk mengurangi dispersi dengan variabel lainnya.

## B. Model Penelitian

Model penelitian ini terdiri dari dua persamaan pada tiga variabel endogen dengan empat variabel eksogen. Persamaan tersebut adalah DPR dan DR, sedangkan variabel kontrol terdiri dari IOSBM, ROI, FAR dan CA. Persamaan dua persamaan simultan yang akan diuji antara lain:

$$DIV_{i,t} = \alpha_1 + \beta_{11}DR_{i,t} + \beta_{12}INST_{i,t} + \beta_{13}IOSBM_{i,t} + \beta_{14}ROI_{i,t} + \epsilon_1$$

Keterangan:

- DIV = kebijakan dividen  
 $\alpha_1$  = konstanta  
 $\beta_{11}$  = koefisien regresi *debt*  
 $\beta_{12}$  = koefisien regresi *institutional ownership*  
 $\beta_{13}$  = koefisien regresi *investment opportunity set*  
 $\beta_{14}$  = koefisien regresi ROI  
 $\epsilon_1$  = standar error

$$DR_{i,t} = \alpha_2 + \beta_{21}DIV_{i,t} + \beta_{22}INST_{i,t} + \beta_{23}FAR_{i,t} + \beta_{24}CA_{i,t} + \epsilon_2$$

Keterangan:

- DR = kebijakan utang atau *debt*  
 $\alpha_2$  = konstanta  
 $\beta_{21}$  = koefisien regresi dividen  
 $\beta_{22}$  = koefisien regresi *institutional ownership*  
 $\beta_{23}$  = koefisien regresi FAR  
 $\beta_{24}$  = koefisien regresi *current asset*  
 $\epsilon_2$  = standar error

## C. Analisis Statistik

Penelitian ini menggunakan *two stage least square* (2 SLS) karena kedua model persamaan memiliki variabel penjelas atau regresor yang sama, yaitu *corporate governance*. Gujarati (2004:319) mengatakan bahwa *simultaneous equation model* tidak dapat digunakan walaupun terdapat hubungan timbal balik antara variabel dependen bila kedua persamaan *unidentified*. Untuk itu berikut pembahasan uji identifikasi kedua model persamaan dengan dalil *order condition*.

M = jumlah variabel endogenus pada model = 3 (DIV, DR, dan INST)

m = jumlah variabel endogenus pada persamaan

- persamaan 1, m = 3 (DIV, DR, dan INST)
- persamaan 2, m = 3 (DIV, DR, dan INST)

K = adalah variabel *predetermined* pada model = 4

k = jumlah variabel *predetermined* pada persamaan

- persamaan 1, k = 2 (IOSBM, ROI)
- persamaan 2, k = 2 (FAR, CA)

$K - k = m - 1$ , maka persamaan regresi disebut *identified*

$K - k < m - 1$ , maka persamaan regresi disebut *unidentified*

$K - k > m - 1$ , maka persamaan regresi disebut *overidentified*

Berikut uji identifikasi kedua persamaan:

- Persamaan 1:  $K - k = 4 - 2 = 2$ , sedangkan  $m - 1 = 3 - 1 = 2$ , sehingga persamaan pertama adalah *identified*.
- Persamaan 2:  $K - k = 4 - 2 = 2$ , sedangkan  $m - 1 = 3 - 1 = 2$ , sehingga persamaan kedua adalah *identified*.

Berdasarkan hasil uji identifikasi tersebut menunjukan bahwa metode *two stage least square* (2 SLS) dapat digunakan untuk uji statistik model penelitian.

**D. Hasil Penelitian**

Pembahasan dimulai dengan pemaparan hasil statistik deskriptif. Angaka statistik yang dibahas adalah nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, koefisien variasi serta jumlah observasi untuk masing-masing variabel dalam penelitian ini.

**Hasil Regresi 2SLS**

Data statistik deskriptif yang menjelaskan mengenai gambaran karakteristik-karakteristik dari sampel penelitian yang mewakili populasi. Karakteristik sampel yang dimaksud dalam penelitian adalah nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, koefisien variasi serta jumlah observasi untuk masing-masing variabel dalam penelitian ini perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia selama periode 2010-2014.

**Tabel 2**  
**Statistik Deskriptif**

	Mean	Max	Min	Std. Dev	Obs
DPR	0,175082	1,915400	-1,446100	0,334168	644
DR	1,114658	1,439900	0,036700	0,230575	644
INST	0,006977	0,023500	0,000000	0,002476	644
IOSBM	1,053165	12,79500	-7,282300	1,590655	644
ROI	0,093149	4,285600	-0,457500	0,214425	644
FAR	0,400916	0,597000	0,089300	0,121914	644
CA	27,24804	32,20820	19,41860	1,694333	644

Sumber: *www.idx.co.id* yang telah diolah

Jumlah observasi yang dilakukan adalah sebanyak 143 perusahaan pada industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010 hingga 2014. Berdasarkan Tabel 2, variabel yang memiliki standar deviasi terbesar dan

terkecil adalah *debt ratio* (2,176391) dan *institutional ownership* (0,002496). Semakin tinggi standar deviasi menandakan bahwa semakin tinggi rentangan nilai dari variabel tersebut, demikian juga sebaliknya.

**Tabel 4**  
**Hasil Uji Two Stage Least Square**

Variabel	DPR		DR	
	Coefficient	t-statistic	Coefficient	t-statistic
C	0,216091***	4,574091	0,276075**	1,786790
DR	-0,250610***	-4,555442		
DPR			-0,134862***	-4,745195
INST	8,619652**	1,728088	9,64488***	2,659427
IOSBM	-0,013282	-1,622862		
ROI	0,289602***	0,059272		
FAR			0,236145***	3,123028

CA		0,002524	0,462251
R-squared	0,086093	0,063280	
Adj. R-squared	0,080372	0,057416	

Keterangan: \* signifikan 10%, \*\* signifikan 5% dan \*\*\* signifikan 1%

Pada kedua persamaan memiliki koefisien  $\beta$  sebesar (0,216091 dan 0,276075). Nilai koefisien  $\beta$  tersebut menunjukkan bahwa ketika variabel dependen pada kedua persamaan tidak mengalami perubahan maka nilai Dividen dan Debt adalah 0,216091 dan 0,276075.

Tabel 4, menunjukkan adanya signifikansi untuk variabel DR, INST dan ROI pada persamaan (1) serta DR, DPR, INST dan FAR pada persamaan (2). Variabel *debt ratio* (DR) terhadap dividen menunjukkan signifikansi sebesar -0,250610 yang mengindikasikan adanya pengaruh negatif signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa jika terjadi peningkatan atau penurunan pada *debt ratio* (DR) sebesar 1 bagian, maka variabel dividen akan bergerak berlawanan arah sebesar 0,250610 dengan asumsi variabel lainnya tetap.

Variabel *institutional ownership* (INST) menunjukkan adanya signifikansi sebesar 8,619652 yang mengindikasikan adanya pengaruh positif signifikan terhadap dividen. Hal ini berarti bila terjadi peningkatan atau penurunan *institutional ownership* (INST) sebesar 1 bagian, maka variabel dividen akan meningkat atau menurun sebesar 8,619652 dengan asumsi variabel lainnya tetap.

Variabel *return on investment* (ROI) menunjukkan adanya signifikansi sebesar 0,289602 yang mengindikasikan adanya pengaruh positif signifikan terhadap dividen. Hal ini berarti bila terjadi peningkatan atau penurunan *return on investment* (ROI) sebesar 1 bagian, maka variabel dividen akan meningkat atau menurun sebesar 0,289602 dengan asumsi variabel lainnya tetap.

Variabel *dividend payout ratio* (DPR) menunjukkan adanya signifikansi sebesar -0,134862 yang mengindikasikan adanya

pengaruh negatif signifikan terhadap *debt*. Hal ini berarti bila terjadi peningkatan atau penurunan *dividend payout ratio* (DPR) sebesar 1 bagian, maka variabel *debt* akan bergerak berlawanan arah sebesar -0,134862 dengan asumsi variabel lainnya tetap.

Variabel *institutional ownership* (INST) menunjukkan adanya signifikansi sebesar 9,64488 yang mengindikasikan adanya pengaruh positif signifikan terhadap *debt*. Hal ini berarti bila terjadi peningkatan atau penurunan *institutional ownership* (INST) sebesar 1 bagian, maka variabel *debt* akan bergerak meningkat atau menurun sebesar 9,64488 dengan asumsi variabel lainnya tetap.

Variabel *fixed asset ratio* (FAR) menunjukkan adanya signifikansi sebesar 0,236145 yang mengindikasikan adanya pengaruh positif signifikan terhadap *debt*. Hal ini berarti bila terjadi peningkatan atau penurunan *fixed asset ratio* (FAR) sebesar 1 bagian, maka variabel *debt* akan bergerak meningkat atau menurun sebesar 0,236145 dengan asumsi variabel lainnya tetap.

Tabel 4 diatas juga menunjukkan koefisien determinasi pada tiap persamaan. Pada persamaan (1) koefisien determinasi ( $R^2$ ) pada pengujian kebijakan dividen (DPR) sebesar 0,080372. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variabel bebas DR, ISNT, IOSBM dan ROI 8,080372% signifikan pada tingkat  $\alpha = 5\%$ , sedangkan sisanya 91,919628 % dijelaskan oleh variabel lain diluar DR, ISNT, DMOWN, IOSBM dan ROI.

Demikian juga untuk persamaan (2), koefisien determinasi ( $R^2$ ) pada pengujian kebijakan utang (DR) sebesar 0,057416. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan kebijakan

dividen dapat dijelaskan oleh variabel bebas DPR, ISNT, IOSBM, ROI sebesar 5,7416% signifikan pada tingkat  $\alpha = 5\%$ , sedangkan sisanya 94,2584 % dijelaskan oleh variabel lain diluar DPR, ISNT, IOSBM dan ROI.

## **E. Pembahasan**

### **E.1. Hubungan Dividen dengan Debt**

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara dividen dengan *debt*. Perusahaan dengan dividen yang tinggi memiliki tingkat *debt* yang rendah dan demikian pula sebaliknya. Dimana hal ini membuktikan bahwa terjadi *trade-off* atau *substitute effect* diantara dividen (*agency cost of equity*) dan *debt* (*agency cost of debt*) dalam mengurangi biaya keagenan. Selain itu dengan adanya utang maka perusahaan harus menyisihkan sebagian dari *net income*-nya untuk membayarkan bunga serta pokok utang kepada *debt holder*, sehingga kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen menjadi berkurang. Peningkatan utang akan menurunkan konflik diantara pemegang saham dan manajemen sehingga pemegang saham tidak lagi menuntut pembagian dividen yang tinggi karena *debt holder* akan menjadi pihak ketiga untuk menyelesaikan masalah agensi ini. Hubungan negatif antara *debt* dan dividen juga dapat dijelaskan melalui *signaling theory*, dimana pembagian dividen oleh perusahaan akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham serta menimbulkan citra positif. Hal ini akan memudahkan perusahaan untuk mendapatkan dana melalui penerbitan sekuritas modal, sehingga porsi utang perusahaan akan berkurang. Meskipun hasil penelitian ini mendukung *trade-off hypothesis* diantara dividen dan *debt*, namun penelitian ini juga menunjukkan bahwa terdapat beberapa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia melakukan pembagian dividen yang dananya berasal dari *debt*.

Hasil temuan ini mendukung temuan Erkaningrum F. (2008), Umer (2014), Jozwiak (2015), Nuringsih (2005), Tamimi dan Takhtaei

(2014), Dewi (2008), Ullah et al. (2012), Joher et al. (2006), Crutchley et al. (1999) serta Ismiyanti dan Hanafi (2003) yang menyatakan bahwa hubungan diantara dividen dan *debt* adalah negatif.

### **E.2. Hubungan Institutional Ownership dengan Dividen**

Hasil dari penelitian ini tidak dapat membuktikan adanya *trade-off* diantara *institutional ownership* dengan dividen dalam meminimalkan *agency cost*. Hubungan positif antara *institutional ownership* dan dividen dapat disebabkan karena pihak institusi tidak melakukan kontrol secara langsung terhadap operasi perusahaan namun, pihak institusi akan memaksa manajer-manajer *opportunistic* untuk mendistribusikan *free cash flow* ketika perusahaan tidak memiliki proyek yang dapat menciptakan nilai (*value creation*). Arah positif diantara *institutional ownership* dan dividen juga dapat digunakan perusahaan untuk memberikan sinyal-sinyal positif atas perusahaan, karena pihak manajemen memiliki kecenderungan untuk tidak terbuka atas informasi mengenai kondisi perusahaan. Alasan-alasan mengapa rendahnya porsi kepemilikan institusi khususnya pada negara berkembang ialah minimnya peraturan serta perlindungan yang diberikan kepada investor dan kepemilikan perusahaan di negara berkembang biasanya berada pada *family ownership*, sehingga kesempatan pihak institusi untuk memiliki porsi kepemilikan pada suatu perusahaan akan menjadi kecil. Hasil penelitian ini mendukung temuan dari Ullah et al. (2012), Short et al. (2001) serta Crutchley et al. (1999).

### **E.3. Hubungan Institutional Ownership dengan Debt**

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *institutional ownership* diikuti juga dengan kebijakan utang perusahaan. Hal ini dikarenakan peran institusi untuk meningkatkan pendanaan jangka panjang perusahaan dengan

*advantageus cost*. Utang yang diterima perusahaan bersumber dari pihak institusi yang memiliki porsi kepemilikan atas perusahaan, karena perusahaan merupakan anak usaha dari institusi. Tingginya *institutional ownership* juga memberikan sinyal positif kepada pihak eksternal yang akan memberikan pinjaman kepada perusahaan, karena pihak institusi akan menjadi pengawas atas keputusan-keputusan strategis perusahaan yang akan berdampak pada penurunan *agency cost* dan membatasi perilaku oportunistik dari manajer. Arah hubungan positif diantara *institutional ownership* dan *debt* juga mengindikasikan bahwa pihak institusi tidak dapat melakukan pengawasan secara maksimal terhadap suatu perusahaan sehingga diperlukan pihak lainnya (*debtholder*) untuk membantu institusi dalam melakukan pengawasan, hal ini disebabkan karena prosi kepemilikan pihak institusi pada perusahaan di negara berkembang tidak dapat maksimal atau dengan kata lain pihak institusi hanya menguasai sebagian kecil dari porsi kepemilikan suatu perusahaan, karena perusahaan di negara berkembang mayoritas merupakan perusahaan keluarga. Hasil temuan ini didukung oleh penelitian Joher et al. (2006), Maftukah (2013), Murtiningtyas (2012) serta Ismiyanti dan Hanafi (2003).

#### E.4. Analisis Determinan Dividen

Penelitian ini menggunakan *book to market value of equity* karena paling bagus sebagai proksi IOS menurut Tandelilin (2003). Pengaruh *book to market* terhadap dividen adalah negatif namun tidak signifikan. Semakin tinggi *book to market* menandakan semakin rendah *growth* maka makin rendah pula dividen yang dibayarkan. Bila perusahaan tidak memiliki kesempatan investasi dimasa depan maka akan berdampak pada *profit* perusahaan, dimana *profit* tersebut merupakan sumber dari dividen, sehingga hal ini akan menjadi sinyal yang buruk bagi perusahaan.

Hubungan *return on investment* adalah positif dan signifikan terhadap dividen., yang

artinya semakin tinggi *profit* perusahaan maka akan diikuti dengan pembagian dividen yang tinggi pula karena pemegang saham akan meminta tambahan *return* melalui pembagian dividen. Temuan ini sama seperti hasil penelitian Tandelilin (2003) dimana peningkatan *profit* akan menyebabkan peningkatan *cash flow* perusahaan sehingga meningkatkan kemampuan manajemen untuk melakukan tindakan oportunistik atau *perquisities*, sehingga diberlakukanlah mekanisme *bonding* melalui peningkatan dividen.

#### E.5. Analisis Determinan Debt

Variabel aktiva tetap menunjukkan struktur aktiva suatu perusahaan, yang digunakan perusahaan sebagai jaminan atas *debt* perusahaan (*collateral hypothesis*). Penelitian ini menemukan hubungan searah diantara aktiva tetap dan *debt*, sehingga makin besar aktiva tetap suatu perusahaan maka makin besar pula utang perusahaan. Utang tersebut digunakan sebagai mekanisme untuk mengontrol tindakan *perquisities* dari pihak manajemen. Temuan ini didukung oleh penelitian Tandelilin (2003), Ferri dan Jones (1979), Marsh (1982), Long dan Malitz (1985), Friend dan Lang (1988) serta Jensen, Solberg dan Zorn (1992).

Variabel aktiva lancar digunakan dalam penelitian ini untuk menguji *perquisities hypothesis* sama seperti yang dilakukan pada penelitian Tandelilin (2003), dimana *debt* dapat digunakan untuk menekan tindakan *perquisities* dari manajemen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa aktiva lancar mempengaruhi *debt* dengan arah positif namun tidak signifikan.

### SIMPULAN DAN SARAN

#### A. Simpulan

Penelitian ini dilakukan mengacu pada beberapa penelitian sebelumnya dan digunakan untuk membangun alur penelitian. Penelitian ini membahas mengenai hubungan interdependensi antara kebijakan dividen, utang dan pengaruh *institutional ownership* terhadap kedua kebijakan tersebut. Secara keseluruhan

penelitian ini menemukan adanya hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dan utang. Penelitian ini tidak menemukan adanya *trade-off* diantara *institutional ownership* terhadap kebijakan dividen maupun utang, sehingga hal ini menuntukan bahwa porsi kepemilikan institutional tidak atau kurang mampu menyelesaikan masalah agensi. Semua variabel dalam penelitian ini signifikan, kecuali IOSBM dan CA.

#### B. Saran

1. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan rasio ukur yang berbeda untuk membuktikan apakah benar-benar terjadi interdependensi diantara kebijakan dividen dan utang.
2. Penelitian selanjutnya dapat melakukan penelitian dengan menggunakan dua kondisi ekonomi (normal dan krisis) agar dapat memperoleh hasil penelitian yang lebih akurat

#### DAFTAR RUJUKAN

- Akbari, M.A., dan Rahmani, Samira (2013), "Does Corporate Governance and Corporate Structure Influence Capital Structure? Empirical evidence from Iran," *World of Sciences Journal* Vol.I, 72-85.
- Ali, Irfan (2002). "Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi dalam Hubungan Agensi". *Lintas Ekonomi* Vol XIX No. 2. Juli 2002.
- Ayanda, A.M., E.K. Ekpo, M.A. Mudashiru dan A.S. Isaac (2013), "Determinants of Capital Structure in Nigerian Banking Sector," *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences* Vol. II, 27-43.
- Brigham, Eugene F. & Ehrhardt Mivhael C, *Financial Management Theory and Practice*, 2005, International Student Edition, South Western.
- Crutchley, C.E, dan R.S. Hansen (1989), "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends," *Financial management*, 36-46.
- Crutchley, C.E., M.R.H. Jensen., J.S. Jahera Jr., dan J.E. Raymond (1999), "Agency Problems and The Simultaneity Decision Making The Role of Institutional Ownership," *International Review Of Financial Analysis*, 8:2.
- Davis, D., dan R.M., Consenza (1993), "Business Research for Decision Making," Belmont: PWS-KENT Publishing Company.
- Dewi, S.C. (2008), "Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen," *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 10, 47-58.
- Emery, D.R., dan J.D. Finnerty (1997), "Corporate Financial Management, International edition," Perentice Hall Inc, New Jersey.
- Erkaningrum F., Indri (2008) "Faktor-Faktor Penentu Financial Leverage dalam Struktur Modal," *Jurnal Bisnis dan Akutansi*, Vol. 1, No.2, Mei, 164.
- Ferri, M. dan W. Jones (1979), "Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach," *The Journal of Finance* 34, 631-644.
- Friend, I. dan L.H.P. Lang (1988), "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure," *The Journal of Finance* 43, 271-282.
- Gaver, J.J., dan K.M. Gaver (1993), "Additional Evidence on The Association between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of Accounting and Economics*, 125-160.
- Ghonzali, I. (2002), "Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS," Edisi Kedua, Penerbit Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.

- Hasan, A. (2009) "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on capital Structure of Pakistani Listed Companies," *International Journal of Business and Management*, Vol. IV, 50-57.
- Ismiyanti, F. dan M.M. Hanafi (2003), "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan," *Simposium Nasional Akutansi VI*, 260-277.
- Jensen, M.C., dan W.H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency costs and Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Jensen, G.R., D.P Solberg dan T.S. Zorn (1992), "Simultaneous Determinants of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 247-263.
- Jogiyanto. 2004. "Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-pengalaman". *BPFE-Yogyakarta*.
- Joher, H. (2006), "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach for Post Crisis Period: Evidence from Kuala Lumpur Stock Exchange," *International Business & Economics Research Journal* 5, 51-64.
- Joni dan Liana (2010), "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal," *Jurnal Bisnis dan Akutansi* 12, 81-96.
- Jozwiak, B.K. (2015), "Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies," *Procedia Economics and Finance* 23, 473-477.
- Kallapur, S., dan M.A. Trombley (1999), "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth," *Journal of Business Finance and Accounting* 26, 505-519.
- Keown J. Arthur dan Scott David F, 2000, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Jakarta; Salemba Empat.
- Leland, H.E., dan D.H. Pyle (1977), "Information Asymmetries, Financial Structure and Executive Incentive Problems: An Empirical Analysis," *Journal of Finance* 32, 371-387.
- Lewis, G. (2006), "Asymmetric Information, Adverse Selection and Seller Revelation on eBay Motors," *Thesis*, University of Michigan.
- Long, M.S., dan I.B. Malitz (1985), "Investment Patterns and Financial Leverage In National Bureau of Economics Research: Corporate Capital Structures in the United States," *B.M. Friedman (ed)*, 325-348.
- Lucyanda, J. dan Lilyana (2012), "Pengaruh Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Terhadap Dividend Payout Ratio," *Jurnal Dinamika Akutansi* 4, 129-138.
- Maftukhah, I. (2013), "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional dan Kinerja Keuangan Sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan," *Jurnal Dinamika Manajemen* Vol. 4, 69-81.
- Malik, F., dan S. Gul (2013), "Factors Influencing Corporate Dividend Payout Decisions of Financial and Non-Financial Firms," *Research Journal of Finance and Accounting* Vol.4, 35-46.
- Marsh, P. (1982), "The Choice between Debt and Equity: An Empirical Study," *The Journal of Finance* 37, 121-144.
- Megginson, W.L. (1997), *Capital Structure Theory, Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley, Reading Massachusetts.
- Murtiningtyas, A.I. (2012), "Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Profitabilitas, Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang," *Accounting Analysis Journal* 2.
- Nuringsih, K. (2005), "Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen: Studi



- 1995-1996,” *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 2,103-123.
- Risaptoko, RB.A. (2007), “Analisis Pengaruh Cash Ratio, Debt to Total Asset, Asset Growth, Firm Size dan Return on Asset Terhadap Dividend Payout Ratio,” *Thesis Universitas Diponegoro*.
- Riyazahmed k. (2012), “Determinants of Capital Structure: A Case Study of Automobile Manufacturing Companies Listed in NSE,” *International Journal of Marketing, Financial, Services & Management Research*, Vol. 1, 47-52.
- Sari, P.S., E. Kusumawati dan R. Trisnawati (2013), “Pengaruh Asimetri Informasi dan Mekanisme Corporate Governance Terhadap Praktik Earnings Management,” *Journal of Finance and Accounting* Vol 10, 123-136.
- Short, H., H. Zhang dan K. Keasey (2001) “The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership,” *Journal of Corporate Finance* 8, 105-122.
- Sumail, L.O., Moeljadi, A. Djazuli dan Solimun (2013), “Relationship between Ownership and Sales Growth with Dividend Policy and Leverage,” *International Journal of Bussiness and Management Invention* Vol. II, 40-49.
- Susanto, H. (2011), “Struktur Kepemilikan Saham dan Kondisi Keuangan Perusahaan Pengaruhnya Terhadap Kebijakan Hutang (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Pasar Modal Indonesia),” *Jurnal NeO-Bis* 5, 89-101.
- Susetyo, A. 2006, “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur yang Go Publik di BEJ Periode 2000-2003”, *Skripsi*, Universitas Islam Indonesia.
- Tamimi, M., dan N. Takhtaei (2014), “Relationship Between Firm Age and Financial Leverage with Dividend Policy,” *Asian Journal of Finance & Accounting* 5, 54-63.
- Tandelilin, E dan T. Wilberforce (2002), “Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Cost? *Gajah Mada International Journal of Business*, Vol. 4, No. 1.
- Tandelilin, E (2003), “Analisis Interdependensi Kebijakan Leverage, Dividen dan Kepemilikan Manajerial: Prespektif Keagenan,” *Laporan Penelitian*, Universitas Gadjah Mada.
- Ullah, H., Fida, A. dan S. Khan (2012), “The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidance from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan,” *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3, 298-307.
- Umer, U.M. (2014), “Determinants of Capital Structure: Empirical Evidance from Large Taxpayer Share Companies in Ethiopia,” *International Journal of Economics and Finance* 6, 53-65.
- Winarno , I. P.S., (2012), “Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews,” Edisi Kedua, Penerbit UPP STIM YKPN, Yogyakarta.
- Zulaikah, N. dan M.S. Lasmana (2013), “Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Pembayaran Dividen dan Efek Moderasi Penurunan Tarif PPh Dividen WPOP dalam Negeri,” *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 15, 95-105.

JOURNAL of RESEARCH in ECONOMICS and MANAGEMENT  
(Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen)

Volume 16, No. 1,  
January - Juli  
Desember 2016

**FAKTOR MAKRO EKONOMI DAN INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN**  
Rahmat Firdaus Amangrah

**PENGARUH GAYA KEPEMIMPINAN TRANSFORMASIONAL DAN LINGKUNGAN KERJA TERHADAP KINERJA KARYAWAN PADA PENGADILAN NEGARA KELAS IB RABA BIMA**  
Ahsanullah, Siti Mujahid

**PENGARUH BUDAYA ORGANISASI TERHADAP KINERJA KARYAWAN MELALUI KOMITMEN ORGANISASI SEBAGAI VARIABEL INTERVENING PADA PT. KERTAJAJARA RAYA**  
Dewi Nurani, Sudiana

**PENGARUH KONFLIK PERAN DAN PENGEMBANGAN KARIR TERHADAP KEPUASAN KERJA (STUDI PECAWAJ DIVISI KONSTRUKSI IV di PT. ADIR KARYA (Persero) Tbk, SURABAYA)**  
Diana Putri Walisari, Sudiana

**PERBEDAAN KESEDARAN LINGKUNGAN DAN NIAT BELI Kosmetik Ramah Lingkungan ANTARA ANGGOTA DAN BUKAN ANGGOTA KOMUNITAS SORAT BUMI INDONESIA**  
Ezra Salsiti, Sri Setyo Imani

**PENGARUH KUALITAS PRODUK, KEMUDAHAN, DAN HARGA TERHADAP NIAT BELI ULANG DENGAN KEPUASAN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING (Studi Pada Pelanggan Produk Fashion Melalui Toko online di Bandung)**  
Marisa Annalisa Palma, Anik Lestari Anggrawan

**PENGARUH ETIKA ATMOSFER DAN PROMOSI PENJUALAN TERHADAP PEMBELIAN IMPULSIF DENGAN EMOSI POSITIF SEBAGAI VARIABEL INTERVENING**  
Syahid Rasyida, Anik Lestari Anggrawan

**ANALISIS INTERDEPENDENSI KEBERAKAN DIVIDEN DAN PROFIT BERTA PENGARUH JUSTIFI PRONALOWERSHIP, PERSPEKTIF KEAGENAN**  
Roy Santia, Putri Azzah Maheswartha, Liliana Teguh Wijaya

**PENGARUH PROGRAM KEMITRAAN, LINGKUNGAN KERJA DAN MOTIVASI TERHADAP KINERJA KARYAWAN USM di KECAMATAN BANGIL**  
Nur Qomariah

**PENGARUH KEMUDAHAN PENGGUNAAN, KEMANFAATAN, SIKAP, RISIKO DAN FITUR LAYANAN TERHADAP MINAT ULANG SAARAH BANK BCA DALAM MENGGUNAKAN INTERNET BANKING**  
Chitra Lailani Effendy





Secretariat : Jl. M.H. Thamrin 12 Surabaya - Indonesia 60264  
 Telp. (031) 5683021, Fax. (031) 5676475 Website : jrem.iseisby.or.id

USER

Username   
 Password   
 Remember me

[Journal Help](#)

NOTIFICATIONS

[View](#)  
[Subscribe](#)

LANGUAGE

Select Language

FONT SIZE

- [HOME](#)
- [ABOUT](#)
- [LOGIN](#)
- [REGISTER](#)
- [SEARCH](#)
- [CURRENT](#)
- [ARCHIVES](#)
- [ANNOUNCEMENTS](#)
- [FOKUS & SCOPE](#)
- [EDITOR ON BOARD](#)
- [ETIKA PUBLIKASI](#)
- [AUTHOR GUIDELINES](#)

*Home > About the Journal > Editorial Team*

## EDITORIAL TEAM

### EDITOR IN CHIEF

[Chitra Laksmi Rithmaya](#)

### EDITORS ON BOARD

- [Soni Harsono, STIE Perbanas Surabaya](#)
- [Bambang Budiarto, Universitas Surabaya](#)
- [Zeplin J H Tarigan, Universitas Kristen Petra, Indonesia](#)
- [Abu Amar, STIE Perbanas Surabaya, Indonesia](#)
- [Imanuel Chandra, STIE Perbanas Surabaya, Indonesia](#)
- [Wilma Cordelia Izaak, UPN "Veteran" Jawa Timur, Indonesia](#)
- [Budiono budiono, Universitas Negeri Surabaya](#)

### MANAJEMEN & PUBLIKASI

[Nurira Mayasari, ISEI, Indonesia](#)  
[Mochamad Subecha](#)

ISSN : 1412-1824  
 E-ISSN : 2443-1265



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-ShareAlike 4.0 International License](#).

JOURNAL CONTENT

Search   
 Search Scope

Browse

- [By Issue](#)
- [By Author](#)
- [By Title](#)

OPEN JOURNAL SYSTEMS

KEYWORDS

- [Attitudes Brand Beliefs](#)
- [Competence Compliance](#)
- [Efficiency, Data Envelopment Analysis \(DEA\), manufacturing industry Emotional Quotion Great Performance](#)
- [Kinerja Keuangan](#)
- [Minimum wage Organizational Citizenship Behavior and employees](#)
- [Performance Panel data Peraturan pemerintah](#)
- [Pertumbuhan Ekonomi](#)
- [Poverty Random effect model Self Efficacy Social Capital Social Economy Store Atmospheric, Sales Promotion, Positive Emotions, Impulsive Purchases](#)
- [Tabungan Domestik](#)
- [Willingness To Pay](#)

Indexing / Partners



STATISTIK

**00050921**

[View JREM Statistik](#)



Secretariat : Jl. M.H. Thamrin 12 Surabaya - Indonesia 60264  
 Telp. (031) 5683021, Fax. (031) 5676475 Website : jrem.iseisby.or.id

UERRs r m PSSEs

RTOM	1.0
RSS	2.0
RSS	1.0

ESs R

Evenad e

bawJ Hp

Red ed Nèod e

Login

Hicnal Tell

r F mPCPUAmPF r S

VieJ  
SuNeciNè

LAr GEAGs

Select Language

English

Submit

CF r m SPZs

TFMs ABFE m LFGR Rs GPsms R Ss ARUT  
 UERRs r m ARUTPVs S Ar r FEr Us Ms r mS CFKES &  
 SUFbs s DhFR Fr BFARD s mKA bEBLIKASP  
 AEmTFR GEEDs LP s S

Home > Archives > Volume 16, No 1, Januari - Juni 2016

# VOLUME 16, NO 1, JANUARI - JUNI 2016

Volume 16 No 1 Terbit Januari - Juni 2016

## TABLE OF CONTENTS

### ARTICLES

FAKTOR MAKRO EKONOMI DAN INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN Rohmad Fuad Armansyah	PDF 1-14
PENGARUH GAYA KEPEMIMPINAN TRANSFORMASIONAL DAN LINGKUNGAN KERJA TERHADAP KINERJA KARYAWAN PADA PENGADILAN NEGERI KLAS 1B RABA BIMA Anhairullah Siti Mujanah	PDF 15-28
PENGARUH BUDAYA ORGANISASI TERHADAP KINERJA KARYAWAN MELALUI KOMITMEN ORGANISASI SEBAGAI VARIABEL INTERVENING PADA PT. KERTA RAJASA RAYA Dewi Suryani Budiono	PDF 29-43
PENGARUH KONFLIK PERAN DAN PENGEMBANGAN KARIR TERHADAP KEPUASAN KERJA (STUDI PEGAWAI DIVISI KONSTRUKSI IV di PT. ADHI KARYA (Persero) Tbk. SURABAYA Diana Putri Widiasari Budiono	PDF 44-65
PERBEDAAN KESADARAN LINGKUNGAN DAN NIAT BELI KOSMETIK RAMAH LINGKUNGAN ANTARA ANGGOTA DAN BUKAN ANGGOTA KOMUNITAS SOBAT BUMI INDONESIA Emma Safitri Sri Setyo Iriani	PDF 66-83
PENGARUH KUALITAS PRODUK, KEMUDAHAN, DAN HARGA TERHADAP NIAT BELI ULANG DENGAN KEPUASAN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING (Studi Pada Pelanggan Produk Fashion Melalui Toko online di Surabaya) Marisa Arnindita Palma, Anik Lestari Andjarwati	PDF 84-104
PENGARUH STORE ATMOSFER DAN PROMOSI PENJUALAN TERHADAP PEMBELIAN IMPULSIF DENGAN EMOSI POSITIF SEBAGAI VARIABEL INTERVENING Syafitri Rosyida, Anik Lestari Anjarwati	PDF 105-127
<b>ANALISIS INTERDEPENDENSI KEBIJAKAN DIVIDEN DAN DEBT SERTA PENGARUH INSTITUTIONAL OWNERSHIP: PERSPEKTIF KEAGENAN</b> Roy Sutanto, Putu Anom Mahadwartha, Liliana Inggrit Wijaya	PDF 128-144
PENGARUH PROGRAM KEMITRAAN, LINGKUNGAN KERJA DAN MOTIVASI TERHADAP KINERJA KARYAWAN UMKM DI KECAMATAN BANGIL Nur Qomariah	PDF 145-159

CFERr AL  
UF r ms r m

Search

Search ScHe

All

Search

BoH ve  
By Rwe  
By AuthHb  
By mtle

OPEN JOURNAL SYSTEMS

Ks YWFRDS

Attitudes Brand Beliefs  
Competence Compliance  
Efficiency, Data Envelopment Analysis (DEA), manufacturing industry Emotional Quotion Great Performance **Kinerja**  
**Keuangan** Minimum wage Organizational Citizenship Behavior and employees  
Performance Panel data Peraturan pemerintah **Pertumbuhan Ekonomi** Poverty Random effect model Self Efficacy Social Capital Social Economy Store Atmospheric, Sales Promotion, Positive Emotions, Impulsive Purchases **Tabungan Domestik** Willingness To Pay

Indexing / Partners



STATISTIK

00050920

VieJ QRs M Statiwik

PENGARUH KEMUDAHAN PENGGUNAAN,  
KEMANFAATAN, SIKAP, RISIKO DAN FITUR LAYANAN  
TERHADAP MINAT ULANG NASABAH BANK BCA  
DALAM MENGGUNAKAN ININTERNET BANKING

Chitra Laksmi Rithmaya

PDF  
160-177

ISSN : 1412-1824  
E-ISSN : 2443-1265



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-ShareAlike 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/).

---